

天胶专题—RU1709持仓分析

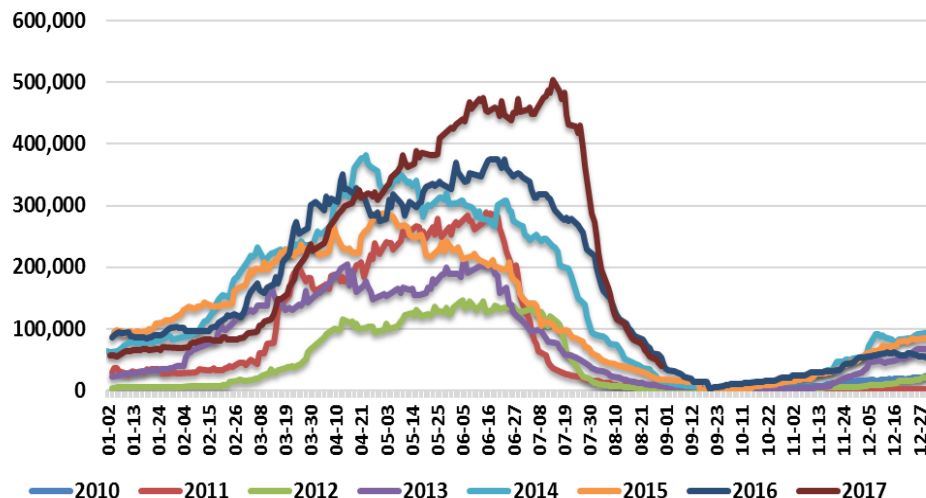
2017年9月

前言

- RU1709合约交割前两个月，持仓出现明显异常，主要表现为移仓时间大幅推迟，直到8月限仓提保来临前夕，持仓量仍高居不下，持仓/仓单比值一度维持在7以上。持仓的异常最终使得期价亦出现剧烈波动。
- 尽管1709合约即将交割，但本次由于持仓异常导致的期价波动具有较大的借鉴意义，在今后的行情中可能再度出现。因此本专题从09合约在交割前2个月的持仓变化入手，探究背后的驱动因素，研究持仓量对期价的影响。
- 借鉴点：1) 交割前3个月起，关注主力合约移仓进度，包括持仓量以及持仓/仓单等指标。
2) 如果移仓进度缓慢，持仓量始终居高不下，需要分析多空双方主力不移仓的原因以及双方的优劣势（包括市场氛围、持仓成本、接货意愿、仓单量、套利行为以及套保头寸数量等等），以此分析限仓来临之即，哪方可能先行撤退。
3) 限仓之后，交割月前，大幅减仓仍将继续，对期价依旧可能产生较大影响。这时需要分别分析散户和主力什么时候离场以及哪方主力可能现行离场。

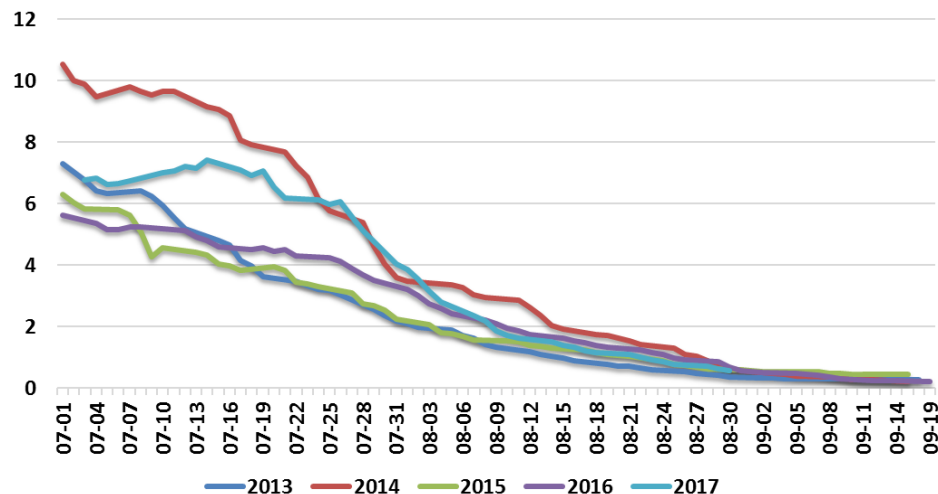
09合约持仓量下降较往年推迟一个月，资金博弈激烈

09合约持仓量

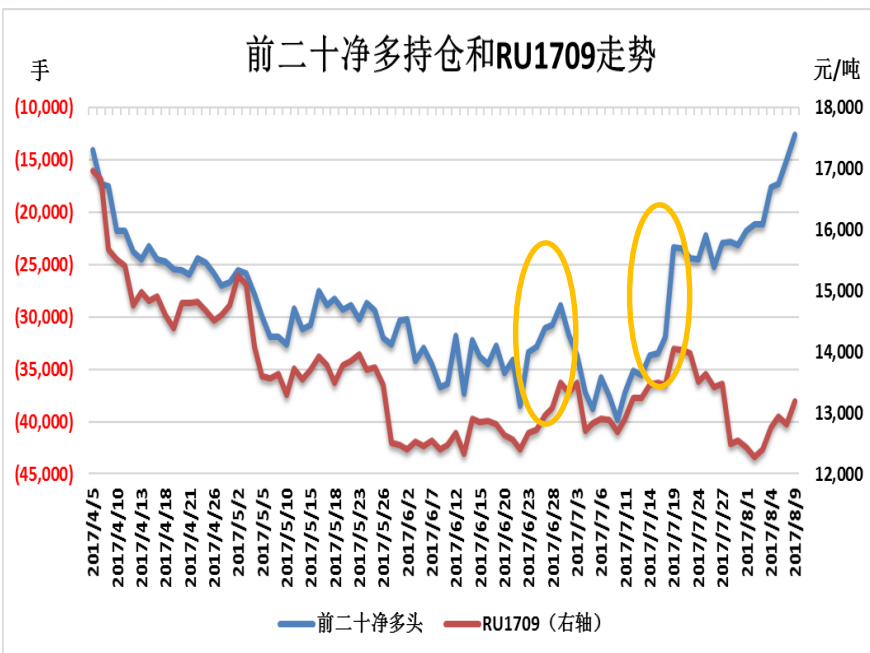


- 往年，09合约的持仓量一般在6月中旬之后便逐渐减少。
- 今年，09合约持仓量7月20日之后才出现缓慢减少迹象；最终在7月最后三个交易日，也就是在交割月前一个月提保限仓的前夕，09合约持仓量迅速减少完成了主力换月。
- 6月中下旬后，多头逐渐发力导致主力换月推迟。
- 1709合约多空双方博弈异常激烈，其持仓变化也引起了行情的剧烈波动。

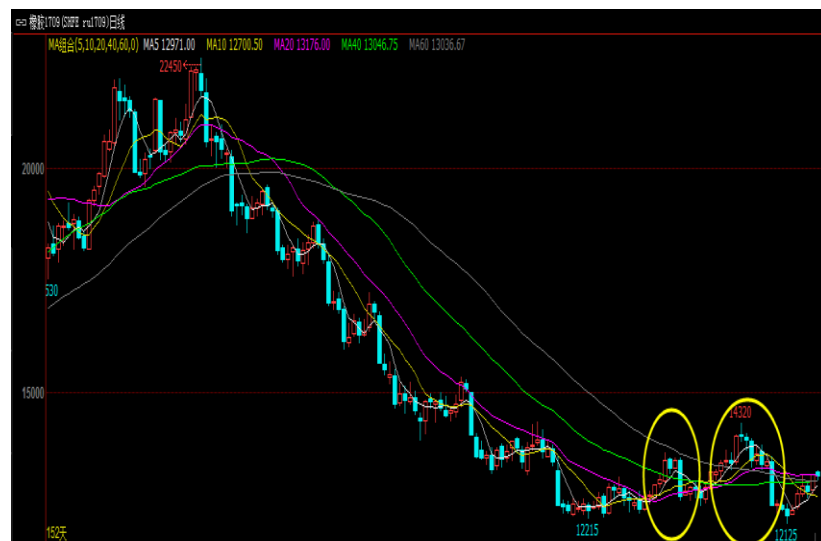
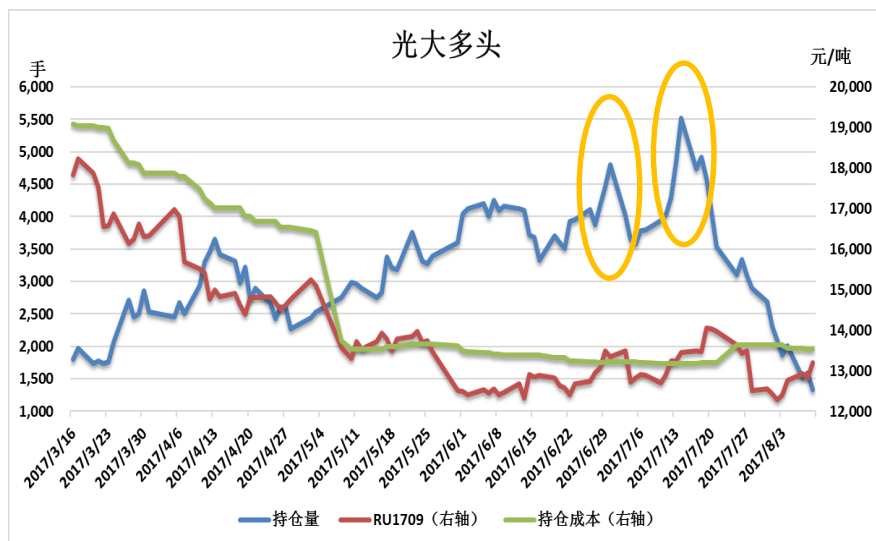
沪胶09合约持仓/仓单



商品整体氛围改善，多头发力



- 6月22日和7月10日，黑色系和化工板块的PTA先后发力，大幅拉升，商品整体氛围明显回暖。尽管RU1709基本面偏空，且已经进入换月阶段，但前期亏损较多的橡胶多头仍大幅增仓借势炒作，沪胶出现两次阶段性反弹。



换月来临，哪方先走？

多头

多头盈利较少，不甘心离场

期货高升水对多头不利

多头主观不愿意接货

限仓来临，多头套保头寸数量相对较少

空头

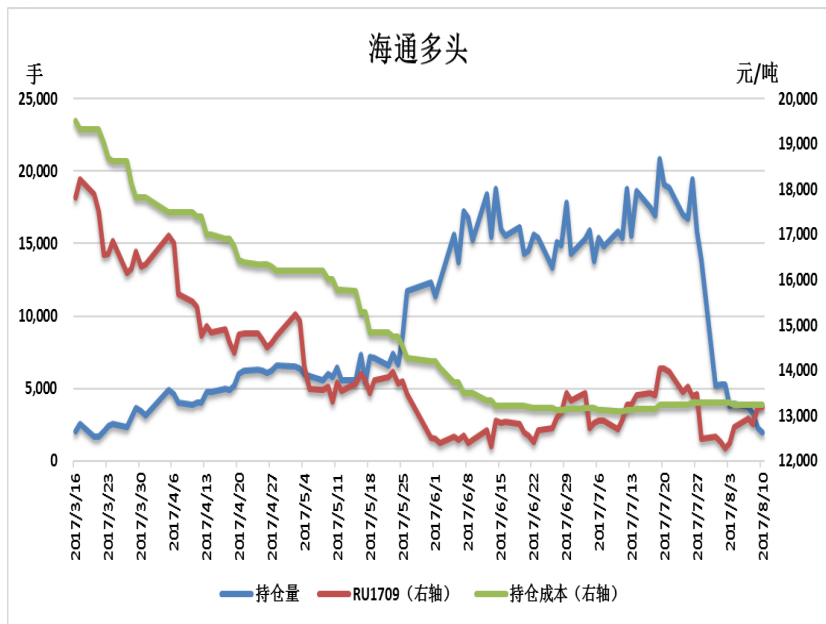
空头亏损不大，不急于离场

9-1反套者较多

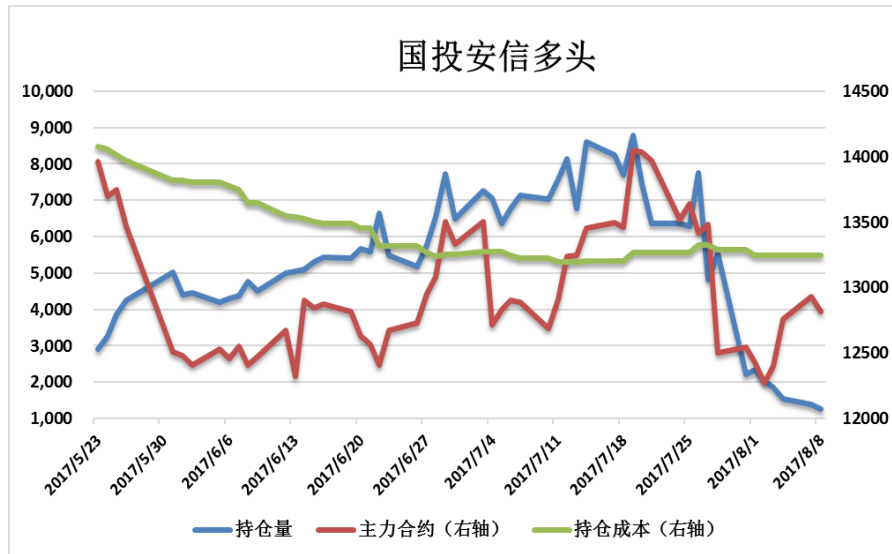
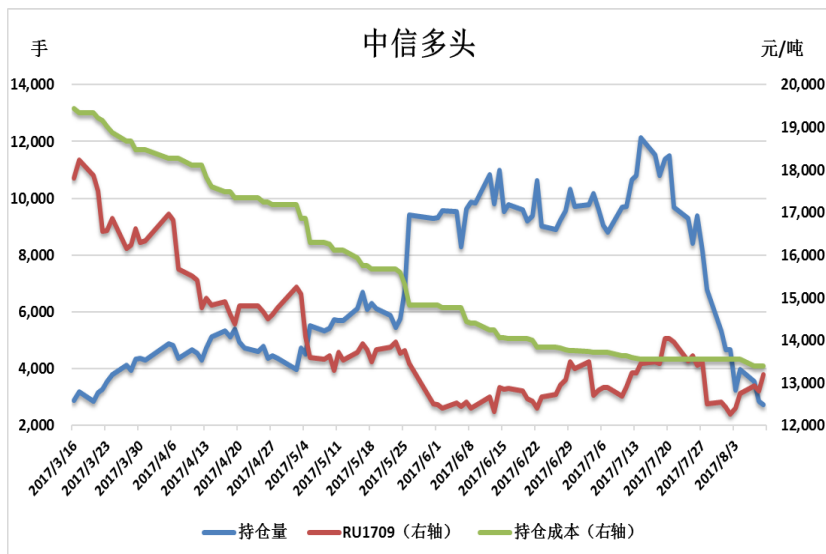
仓单难以在交割前大幅增加

空头套保头寸数量相对较多

主力多头盈利较少，不甘心离场

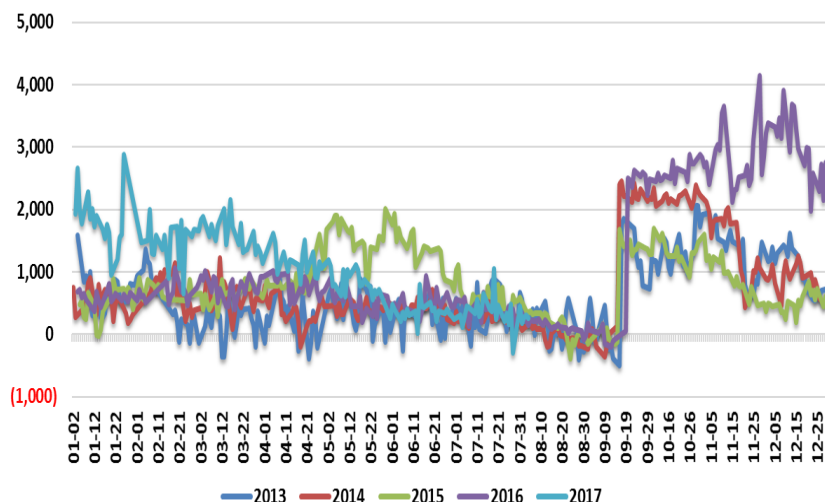


- 几大多头主力基本在5月底至6月初进场，平均成本大致在13000-13500元/吨附近，以1709合约7月末最高点14300元/吨计算，利润大约为1000元/吨，对于橡胶期货来说，利润并不算可观。



期货升水对多头不利

09合约-国产全乳老胶现货（元/吨）

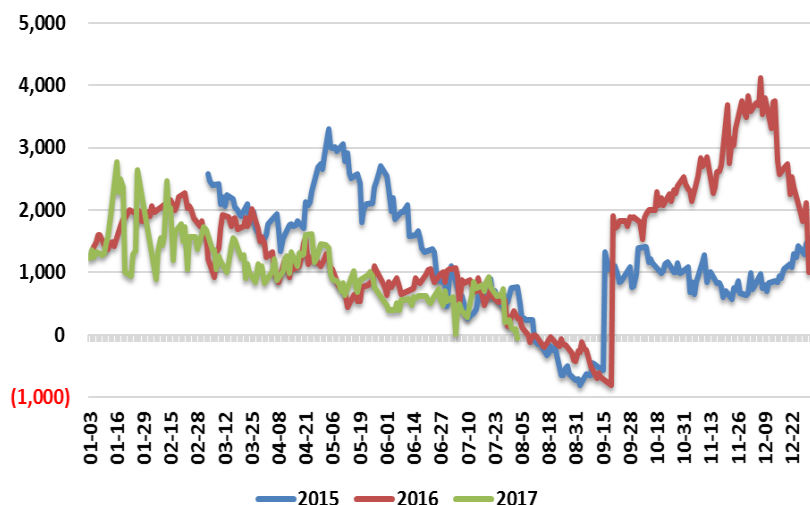


● 9月合约一般贴水全乳胶现货500元/吨，贴水复合胶现货700元/吨交割，而直到7月底，09合约仍分别升水全乳胶现货和复合胶300元/吨和700元/吨。

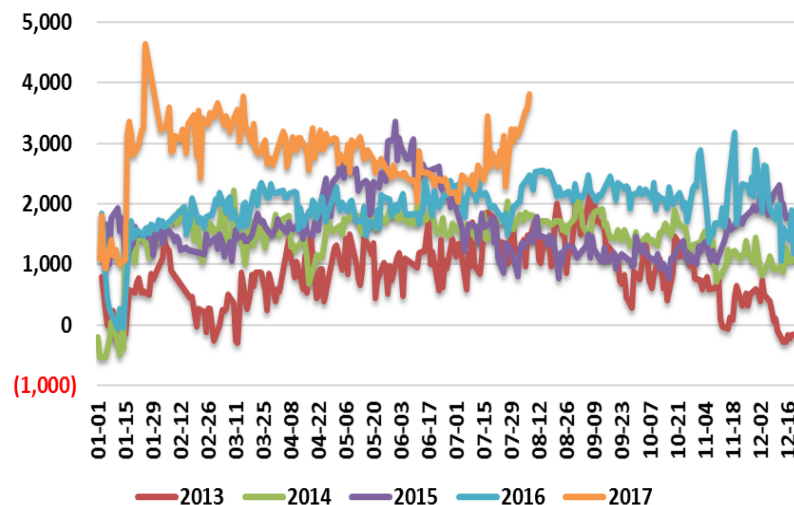
● 01合约升水现货更多，移仓至01合约同样对多头不利。

● 多头面临两难选择。

09合约-复合胶现货价差（元/吨）



01合约-国产全乳胶现货（元/吨）



沪胶交割记录

	合计	1月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
2014年	174,690	44,000	10,520	14,410	36,890	12,730	9,670	4,050	25,070	2,400	14,950
2015年	210,520	90,370	4,550	390	13,280	3,150	870	840	68,380	3,170	25,520
2016年	299,770	34,420	8,660	4,590	125,900	3,080	3,140	2,230	65,130	1,450	51,170
2017年	149,800	63,240	800	600	83,480	1,250	430				

- 上期所主要交割品全乳胶下游需求平淡，多头接货面临销售困境。
- 01合约和05合约的交割通常通过跨月套利者完成；但由于11月老胶仓单的集中清理，使得09合约和次年的01合约交割标的不同，因此09合约的交割只能通过贸易商或实际用胶企业完成，其他投机者接货意愿不强。
- 09合约的交割数量一般较小，2015年和2016年分别只交割6万余吨。

提保限仓来临，多头套保头寸相对较少

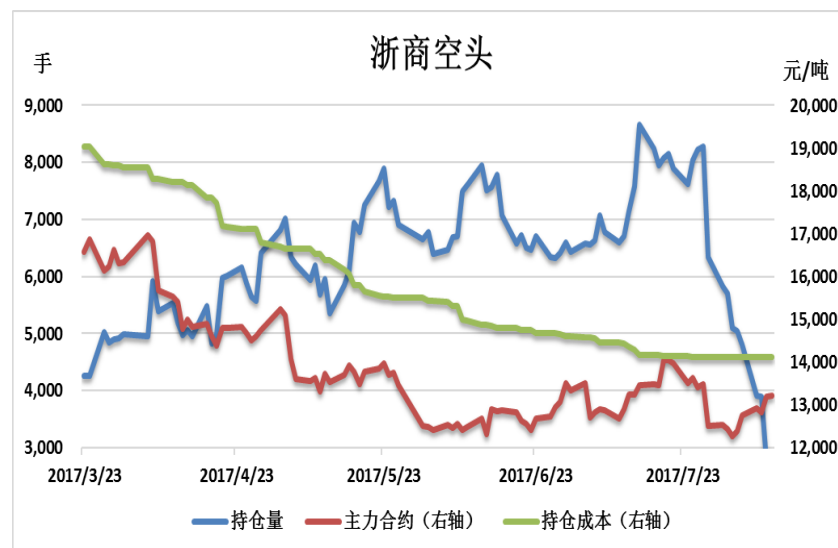
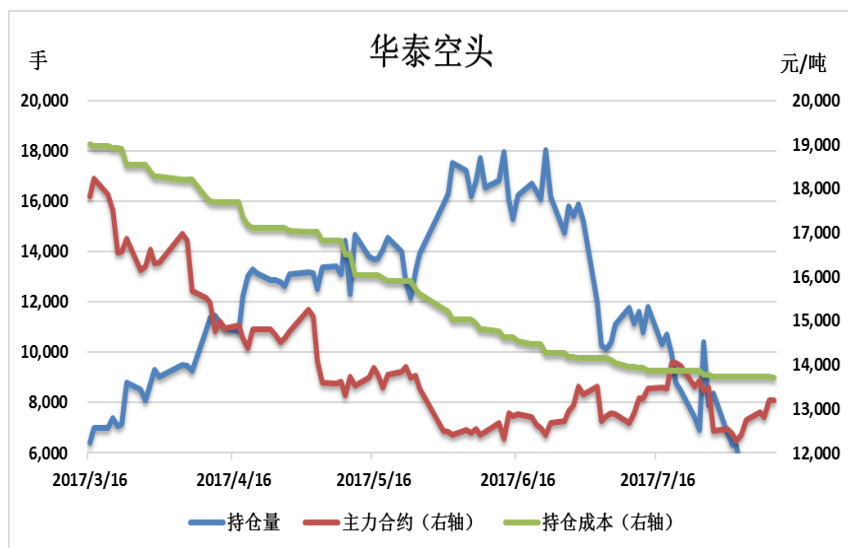
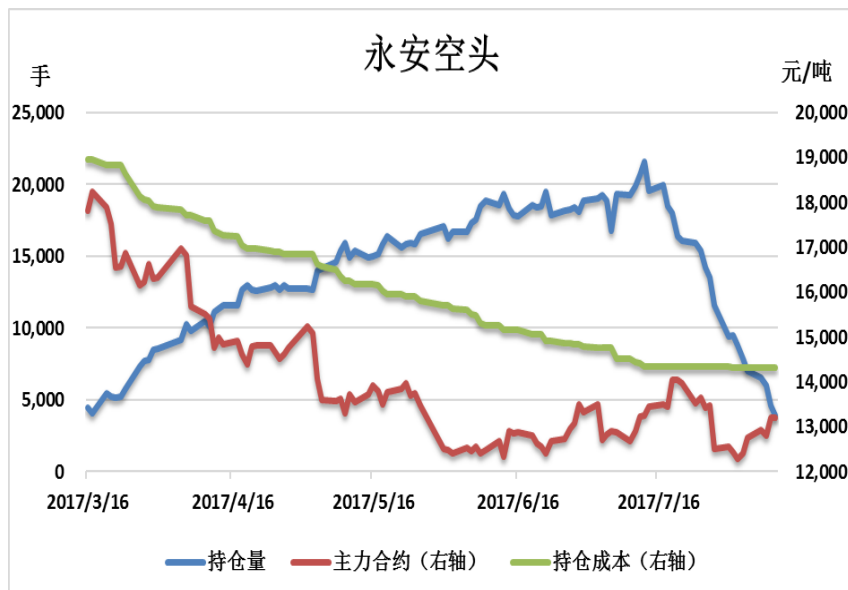
交易时间段	天然橡胶交易保证金比例
合约挂牌之日起	5%
交割月前第二月的第十个交易日起	10%
交割月前第一月的第一个交易日起	15%
交割月前第一月的第十个交易日起	20%
交割月份的第一个交易日起	30%
最后交易日前二个交易日起	40%

- 交割前一个月，也就是从8月1日起，RU1709开始提保限仓。一方面保证金提高，交易成本提高；另一方面，没有通过套保头寸审批的客户限仓至150手，未自行减仓的将被强平。
- 从套保头寸数量来看，多头头寸远小于空头头寸。

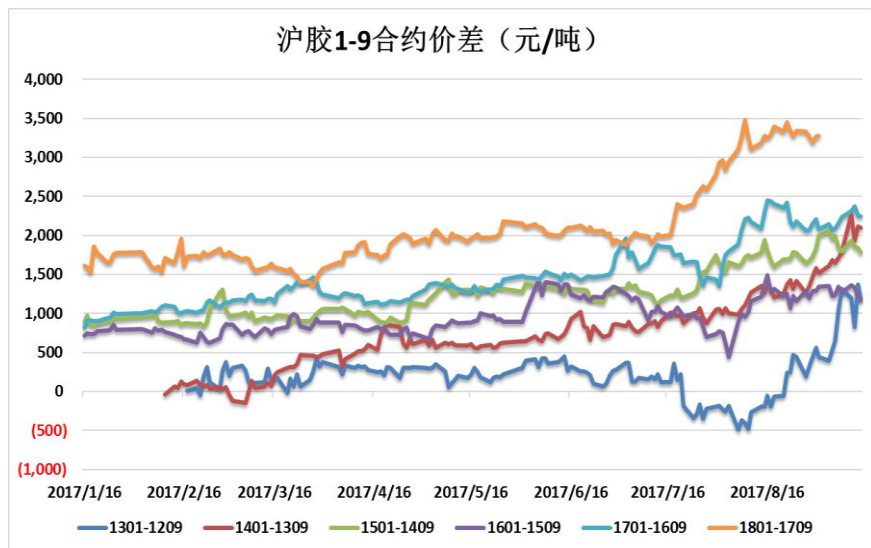
天然橡胶	合约挂牌至交割月份		合约挂牌至交割月前第二月的最后一个交易日		交割月前第一月		交割月份	
	某一标准合约持仓量	限仓比例 (%)	限仓数额 (手)		限仓数额 (手)		限仓数额 (手)	
		期货公司会员	非期货公司会员	客户	非期货公司会员	客户	非期货公司会员	客户
			500	500	150	150	50	50
	≥5万手	15	500	500	150	150	50	50

主力空头亏损不大，不急于离场

- 由于之前长达5个月的深跌，空头主力成本普遍较高，即使6月底到7月中旬沪胶迎来一波反弹，但空头主力亏损不大，并不会因为亏损问题而急于离场。



9-1反套者众多



- 9-1历来适合做反套，今年尤甚，7月开始1-9价差逐渐拉大，反套者众多。在价差未达到目标位之前，反套者不会轻易离场。

多头持仓龙虎榜

名次	会员简称	多单量	增减
1	宏源期货	5629	671
2	永安期货	4040	-353
3	中信期货	3639	1161
4	南华期货	3595	589
5	方正中期	3128	360
6	海通期货	2962	551
7	东航期货	2645	16
8	银河期货	2547	316
9	国泰君安	2464	142
10	光大期货	2450	146
11	中国国际	2398	97
12	大越期货	2370	116
13	华泰期货	2259	248
14	中信建投	2164	173
15	东证期货	1772	140
16	广发期货	1763	202
17	中粮期货	1641	72
18	中辉期货	1629	137
19	申万期货	1585	103
20	弘业期货	1583	32

RU1801

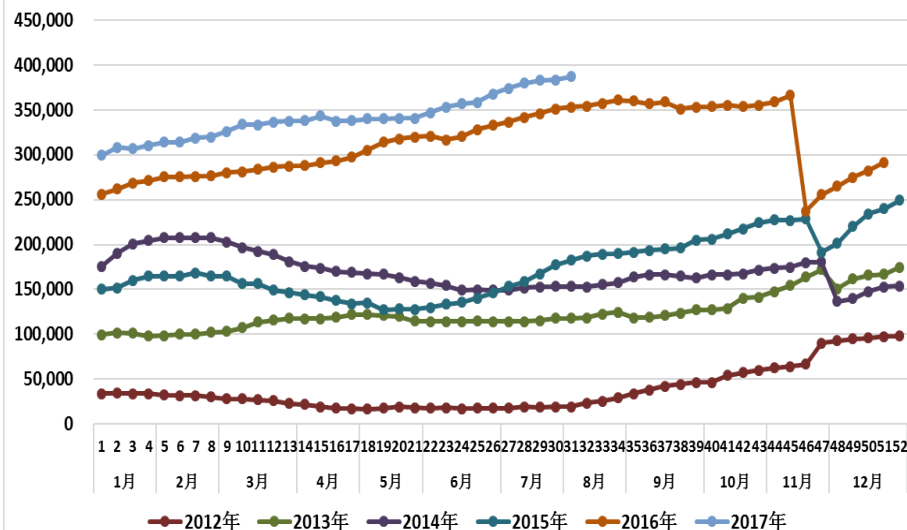
空头持仓龙虎榜

名次	会员简称	空单量	增减
1	永安期货	15373	-551
2	海通期货	14648	-917
3	中信期货	9020	-117
4	浙商期货	8031	416
5	国贸期货	6987	-592
6	华泰期货	6913	-506
7	国投安信	6875	-1111
8	国泰君安	6474	-164
9	银河期货	5708	-487
10	大地期货	5392	-633
11	东证期货	5080	-387
12	兴证期货	4970	-451
13	新湖期货	4806	295
14	瑞达期货	4745	365
15	五矿经易	4472	188
16	建信期货	4195	-7
17	南华期货	4004	-265
18	申万期货	3959	-22
19	中粮期货	3687	27
20	中银国际	3271	11

RU1709

仓单难以在交割前大幅增加

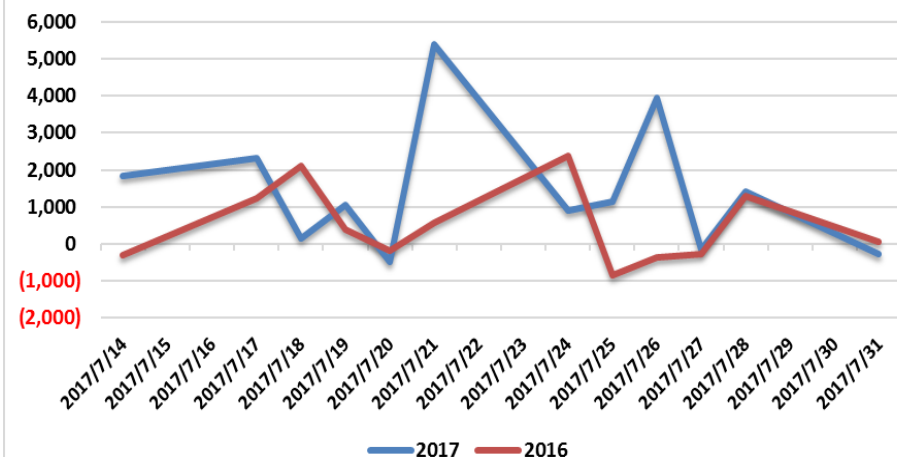
沪胶上期所总库存（吨）



- 每年的7月，上期所沪胶仓单主要由以下几种橡胶组成：1) 前一年生产的所有全乳胶老胶。2) 今年生产的全乳胶新胶。3) 极少数进口3号烟片胶（该胶比全乳胶昂贵）。

- 今年7月，由于多头攻势猛烈，空头开始积极组织货源制作仓单，7月中下旬15天内，仓单集中流入17240吨，而去年同期仅为6080吨。

7月中下旬沪胶仓单净流入量（吨）



- 但由于全乳胶下游需求平淡，一般生产出来后就直接做成仓单。也就是说，可以制作仓单的全乳胶基本都已经成为仓单。而进口3号烟片由于价格高昂且进口量较少，仓单数量稀少。因此空头难以在交割前大幅增加仓单数量。

空头套保头寸数量相对较多

2016-2017卖方交割数量（吨）					
1	国贸期货	91050	8	瑞达期货	14270
2	中信期货	23310	9	宝城期货	14230
3	海通期货	22300	10	道通期货	11670
4	中粮期货	21550	11	大地期货	11410
5	五矿期货	17710	12	浙江中大	10130
6	新湖期货	17410	13	华泰期货	9630
7	万达期货	16950	14	永安期货	7480

- 在中国橡胶市场上，主要交割品全乳胶数量非常少，其每年产量只占全国橡胶总消费量的7%。因此从表观看，手里拥有全乳胶现货的空头并不多。
- 但是由于沪胶基差适宜，非标准期现套利在橡胶市场上非常流行，这些橡胶大多为复合胶、标准胶和3L胶，是市场上使用的主流胶种，全年使用量达到400万吨以上。其不能用来交割，但也可以申请套保头寸。
- 大量的非标套利者申请了套保头寸，便不需要在8月进行限仓，等到合适的期现价差再进行平仓。

多头主力在提保限仓之前现行主动离场

- 多空双方一直胶着到提保限仓前3天才开始大规模离场。3天之内，09合约一共减仓14.4万手，占减仓前持仓量的30%。
- 此次大规模离场由多头主力现行发动。由下表可以看出，减仓结束后，多头主力席位占比下降幅度明显大于空头主力。
- 多头发起的这次大规模离场导致期价大幅波动。7月28日，RU1709最终以跌停收盘。

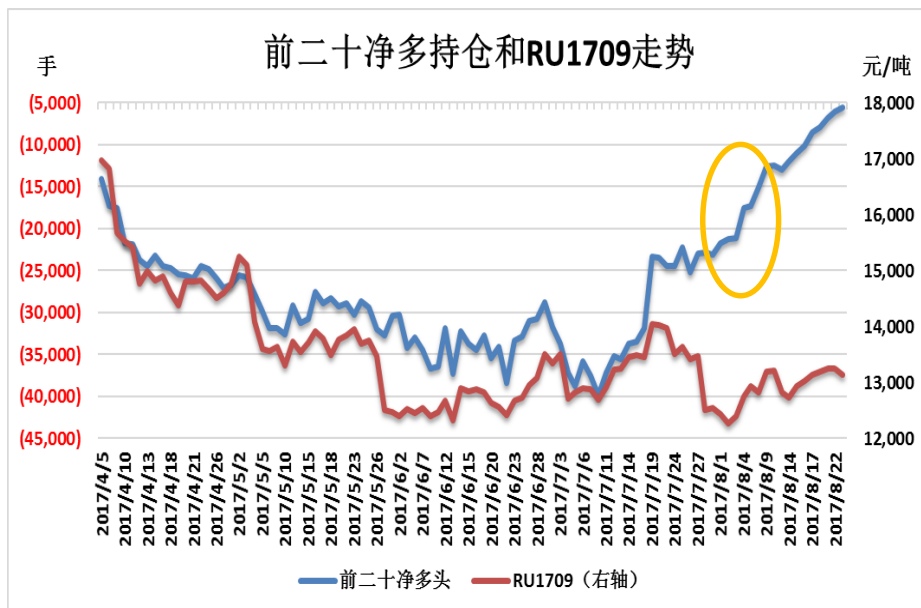
多头限仓前后席位占比变化

	7月26日	7月31日	变化
前5席位	23.2%	16.9%	-6.3%
前10席位	34.9%	27.8%	-7.1%
前20席位	51.5%	45.4%	-6.1%

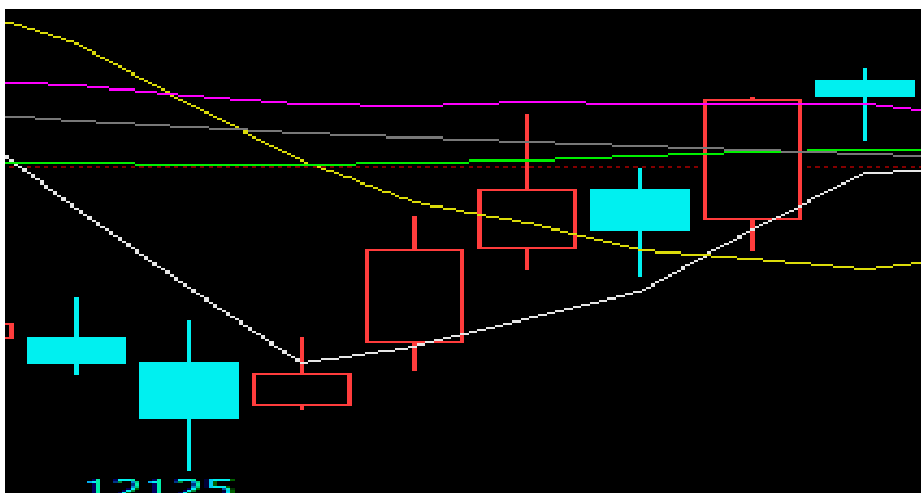
空头限仓前后席位占比变化

	7月26日	7月31日	变化
前5席位	28.2%	24.3%	-3.9%
前10席位	43.2%	41.0%	-2.2%
前20席位	63.2%	61.6%	-1.6%

8月上旬，09合约大规模减仓继续

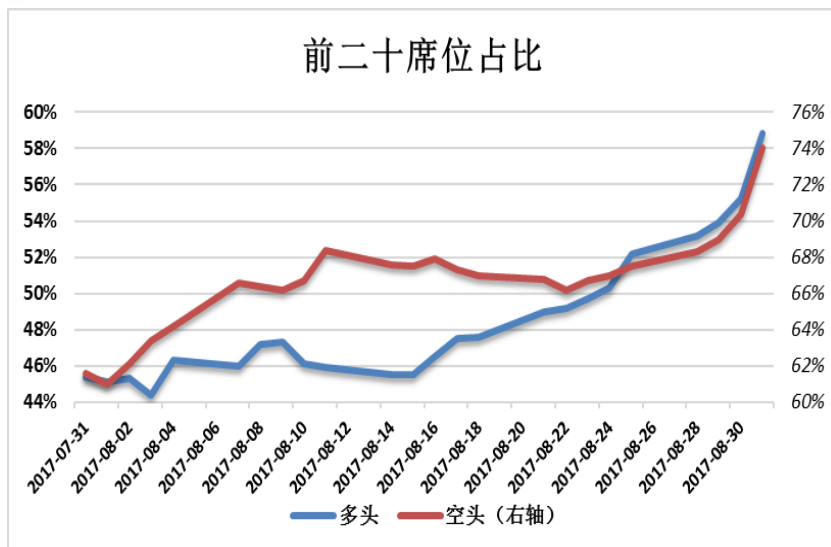


8月1日-10日09合约走势



- 8月1日至10日，09合约大规模移仓继续，由于到交割日，多空双方前二十席位持仓基本相当，而7月末空头前二十持仓量明显多于多头，因此空头主力减仓绝对量大大多于多头主力。8月1日-10日，多头前二十席位减仓量较多头多了10593手。
- 由于空头主力减仓数量更多，8月1日-10日，1709合约基本呈现小幅上行的格局。
- 8月10日，09合约持仓量下降至12万手，大规模减仓结束。

散户最终离场



- 8月开始，由于保证金的提高，散户陆续离场。进入交割月之前，散户离场完毕。
- 由于8月商品整体氛围偏暖，以及沪胶基本面的改善，空头散户离场较早。8月10日之前，空头散户出现一波离场潮，空头前二十占比显著提高。
- 8月最后一周，多空双方散户再次大规模离场。
- 8月31日，进入交割月前的减仓全部完毕，持仓量为单边15824手（158240吨，仓单为36万吨左右，16年老胶仓单27万吨左右），略少于去年同期的16147手。

联系人：

施潇涵

化工研究员

电话：0571-28132638

邮箱：shixiaohan@cindasc.com

吴益锋

化工研究员

投资咨询：Z0002275

电话：0571-28132615

邮箱：wuyifeng@cindasc.com

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。



地址：浙江省杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦1125室、1127室、12楼、16楼
邮编：310004
电话：0571-28132579
传真：0571-28132689
网址：www.cindaqh.com